

# بررسی فقهی - مالی اوراق اجاره مصون از تورم\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۳/۲۵

تاریخ تأیید: ۱۳۹۴/۶/۲۶

سیدعباس موسویان\* مجتبی کاوند\*\*\*

رضا میرزاخانی\*\*\* سیدامیرحسین اعتصامی\*\*\*\*

## چکیده

یکی از ابزارهای مالی که امروزه در بازارهای مالی دنیا استفاده می‌شود، اوراق با بازدهی متغیر یا اوراق مصون از تورم است. بازدهی این اوراق به علت آنکه افزون بر نرخ بهره واقعی از انتظارهای تورمی نیز متأثر است، در کشورهایی که با تورم بالا و متغیر روبه‌رو هستند برای سرمایه‌گذاران و ناشران جذابیت دوچندان دارد. ایران به‌عنوان کشوری که نرخ تورم بالایی نسبت به مبه‌وسيله دنیا دارد، می‌تواند از این اوراق برای تأمین مالی استفاده کند.

مقاله پیش رو با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی به دنبال پاسخ‌گویی به این پرسش‌ها است که آیا با توجه به موازین فقه امامیه امکان انتشار اوراق اجاره با بازدهی شناور و مصون از تورم وجود دارد؟ راه کارهای تصحیح این اوراق با توجه به قرارداد اجاره چیست؟ نتیجه‌های پژوهش نشان می‌دهد که امکان انتشار اوراق مصون از تورم با نرخ شناور در قالب اوراق اجاره وجود دارد. برای شناور کردن نرخ اجاره بها می‌توان از راهکارهای گوناگون مانند شرط تعدیل قرارداد بر اساس یک فرمول نرخ‌گذاری، تصویب قانون تغییر اجاره‌بها به میزان کاهش ارزش پول و تبدیل اوراق اجاره با نرخ شناور به اجاره‌های متعدد با اجاره‌بهای متعدد مستند به فرمول تورم به اضافه درصدی مشخص استفاده کرد.

واژگان کلیدی: اوراق با بازدهی متغیر، قرارداد اجاره، اوراق اجاره مصون از تورم، نرخ تورم.

طبقه‌بندی JEL: G23, Z12

\*. مقاله پیش رو علاوه بر تبیین مبانی فقهی راهکار ارائه‌شده به‌وسیله کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار برای تصحیح اوراق اجاره مصون از تورم راهکارهای دیگر را نیز بررسی کرده، به طراحی مالی این اوراق می‌پردازد.

Email: Samosavian@yahoo.com.

\*\*\*. دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

Email: Mojtaba.isu@gmail.com.

\*\*\*\*. دانشجوی دکترای مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع).

Email: sadoogh.m@gmail.com.

\*\*\*\*. دانشجوی دکترای فقه‌الاقتصاد دانشگاه امام صادق (ع).

Email: etesami\_1388@yahoo.com.

\*\*\*\*. دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه امام صادق (ع).

## مقدمه

یکی از دشواری‌های کشورهای در حال توسعه، بالابودن نرخ تورم است. بانک مرکزی در جایگاه سیاست‌گذار کنترل تورم، نقدینگی، بیکاری و رشد اقتصادی موظف است میان این متغیرهای کلان اقتصادی موازنه برقرار کند. افزایش نقدینگی اگرچه منجر به رونق و سرانجام رشد اقتصادی و کاهش بیکاری می‌انجامد؛ اما تورم را به دنبال دارد. از سویی کنترل نقدینگی و اعمال سیاست‌های پولی انقباضی به رکود اقتصادی، کاهش رشد اقتصادی و افزایش بیکاری می‌انجامد، اگرچه ممکن است تورم را در سطح مطلوبی کنترل کند.

در ایران شورای پول و اعتبار هر سال با تعیین نرخ سود انواع سپرده‌ها و تسهیلات و اوراق مشارکت در قالب بسته سیاستی و نظارتی بانک مرکزی در عمل نرخ سود در نظام مالی کشور را به صورت دستوری تعیین می‌کند. تعیین نرخ دستوری از یک سو و بالا و نوسانی بودن نرخ تورم می‌انجامد، در برخی موارد نرخ بازدهی واقعی سرمایه‌گذاران با در لحاظ نرخ تورم، منفی بوده و در عمل با زیان روبه‌رو شوند.

با توجه به این مسئله، خرید ابزارهای مالی اسلامی با سود ثابت مانند اوراق اجاره، مراحبه از یک سو برای سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران جذابیت ندارد؛ زیرا ریسک سرمایه‌گذاری در این ابزارها بالاست و سرمایه‌گذار با سرمایه‌گذاری در این ابزارها در پاره‌ای از مواقع حتی نمی‌تواند تورم سالانه را با نرخ بازدهی این اوراق پوشش دهد و از این رو در عمل آنان با زیان روبه‌رو می‌شوند. از سوی دیگر در شرایط انتظار کاهشی تورم ریسک انتشار این اوراق برای ناشران بالاست؛ زیرا ممکن است ناشران بر اساس نرخ مشخص و ثابتی این اوراق را منتشر کنند و در سال‌های آینده به جهت کاهش تورم با هزینه واقعی بالایی روبه‌رو شوند.

با توجه به این چالش چنانچه ابزارهای مالی طراحی شوند که نرخ بازدهی آنها متناسب با تورم باشد، انتظار می‌رود با استقبال ناشران و سرمایه‌گذاران روبه‌رو شود. یکی از ابزارهای مالی که با این هدف طراحی شده و در بسیاری از کشورها منتشر می‌شود، اوراق

مصون از تورم (Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)) است (Rodriguez & Kung, 2014, p.1).

بررسی‌ها نشان می‌دهد که طراحی و انتشار این اوراق در قالب انواع صکوک در بازار سرمایه ایران با توجه به موازین فقه امامیه امکان‌پذیر بوده و پژوهش پیش رو آغازی جهت پاسخ به این نیاز است.

### پیشینه تحقیق

تاکنون در ایران، پژوهش‌های جامعی درباره اوراق مصون از تورم انجام نشده است؛ اما پژوهش‌های فراوانی مرتبط با این ابزار مالی در خارج از کشور وجود دارد که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود:

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴) با ارائه برخی راه‌کارها از جمله انتشار اوراق اجاره با چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند\* و انتشار اوراق مشارکت با پرداخت سود علی‌الحساب بر مبنای نرخ تورم به اضافه درصد مشخص، از طرف بانی یا ناشر به دارندگان اوراق به‌عنوان قرض و تسویه در سررسید بر مبنای سود واقعی پروژه، اجازه انتشار اوراق اجاره و مشارکت مصون از تورم را ممکن کرده است.

رودریگز و کانگ (۲۰۱۴م) در مقاله «چشم‌انداز ابزارهای مالی با درآمد ثابت: اوراق مصون از تورم» ضمن معرفی این ابزار مالی، عامل‌های مؤثر بر بازدهی این اوراق، مزیت‌ها، ریسک‌ها، چالش‌ها و عملکرد انتشار این اوراق در سال‌های انتشار آن را نشان داده است.

هویر (۲۰۱۴م) در مقاله «اوراق مصون از تورم» به معرفی اوراق مصون از تورم و ویژگی‌های آن پرداخته و راه‌هایی را به سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در این اوراق پیشنهاد داده است.

کرامر (۲۰۱۳م) در مقاله «مقدمه‌ای بر اوراق مصون از تورم» چرایی طراحی اوراق مصون از تورم، چگونگی عملکرد آن، وضعیت انتشار آن در نقاط گوناگون دنیا، جنبه‌های ریاضی مالی این اوراق، ارزش‌گذاری و ریسک‌های آن را بررسی کرده است.

\*. مقاله پیش رو در صدد تبیین مبانی فقهی این راهکار و طراحی مدل عملیاتی آن است.

رینالیدی و همکاران (۲۰۰۶م) در مقاله «سرمایه‌گذاری در اوراق مصون از تورم» ضمن بیان چرایی و فلسفه اوراق مصون از تورم، سازوکار این اوراق را تبیین کرده‌اند؛ سپس این اوراق را با اوراق قرضه متداول مقایسه و چگونگی سرمایه‌گذاری در آن را توضیح داده‌اند. هاموند (۲۰۰۲م) در مقاله «شناخت و کاربرد اوراق مصون از تورم» ضمن معرفی اوراق مصون از تورم، رفتار این اوراق و آمار انتشار آن، کاربرد آن در پرتفوی را بررسی کرده است.

شن (۱۹۹۸م) در مقاله «ویژگی‌ها و ریسک‌های اوراق مصون از تورم» ضمن معرفی ویژگی‌های اوراق مصون از تورم، چگونگی کار این نوع اوراق را تشریح کرده و مزیت‌های آن در مقایسه با اوراق قرضه متداول را بیان کرده؛ سپس اثر مالیات بر این اوراق را تبیین و در پایان ریسک‌های این اوراق را بررسی کرده است.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در پژوهش‌های پیش‌گفته جنبه‌های گوناگون اوراق مصون از تورم تبیین شده است؛ اما بُعد طراحی مالی این ابزار بر اساس فقه امامیه و متناسب با قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران فقط در مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس دیده می‌شود. مقاله پیش رو در صدد است؛ اولاً، راهکارهای تصحیح فقهی اوراق اجاره مصون از تورم را نقد و بررسی کند؛ ثانیاً، مبانی فقهی راهکار کمیته فقهی را تبیین کند؛ ثالثاً، مدل عملیاتی این اوراق را بر اساس این راهکار ارائه دهد.

## ادبیات موضوع

### تعریف اوراق مصون از تورم

اوراق مصون از تورم، ابزار مالی جدیدی است که سال ۱۹۹۷م در امریکا معرفی شد. امروزه این اوراق با سررسید پنج، ده، بیست و سی ساله منتشر می‌شود (Hendricks, 2014, p.1). فلسفه وجودی این اوراق به موضوع تغییر اصل و درآمد اوراق قرضه خزانهداری امریکا به علت تورم مربوط است. اوراق مصون از تورم نوعی دارایی مالی است که پیچیدگی‌های خاص دارد. این اوراق از آنچه سرمایه‌گذاران می‌اندیشند پیچیده‌تر هستند؛ زیرا بازدهی آنها به دو عامل تغییرهای نرخ بهره واقعی (Real Interest Rates)

وانتظارات تورمی\* (Inflation Expectations) وابسته است، افزون بر آن، پیش‌بینی دقیق دو متغیر نرخ بهره و تورم بسیار دشوار است (Krämer, 2012, p.3).

### ارزش اسمی اوراق مصون از تورم

ارزش اسمی اوراق مصون از تورم بر اساس تغییرهای تورم به طرف بالا یا پایین تعدیل می‌شود. در امریکا برای سنجه تورم، بخش خزانه‌داری دولت از تغییرهای شاخص قیمت مصرف‌کننده شهری یا شاخص قیمت مصرف‌کننده تعدیل شده غیرفصلی برای تمام مصرف‌کنندگان شهری استفاده می‌کند. این سنجه به‌وسیله خزانه‌داری انتخاب شده است؛ زیرا معروف‌ترین و مقبول‌ترین سنجه اندازه‌گیری تورم می‌باشد. اگرچه تعدیل تورم می‌تواند روزانه محاسبه شود؛ اما سرمایه‌گذار تا سررسید، ارزش اسمی تعدیل شده را دریافت نمی‌کند. دولت امریکا نیز ضمانت می‌کند که ارزش اسمی تعدیل شده اوراق بر اساس تورم در سررسید از ارزش اسمی اولیه اوراق کمتر نخواهد بود. اگر دوره انقباض قیمت‌ها طولانی باشد، خزانه‌داری امریکا در سررسید مابه‌التفاوت را با بازگرداندن ارزش اسمی اوراق جبران خواهد کرد.

### پرداخت کوپن اوراق مصون از تورم

کوپن اولیه اوراق مصون از تورم بر اساس نرخ بهره اسمی متشکل از دو بخش است:

۱. **نرخ بهره واقعی:** هزینه استفاده از پول برای یک دوره زمانی؛
۲. **انتظارات تورمی:** تصور بازار از تورم آینده.

به‌علت آنکه اوراق مصون از تورم ویژگی تعدیل تورم را دارد، کوپن اولیه آن بر مبنای نرخ بهره واقعی بازار در زمان انتشار است. این نرخ کم‌وبیش همیشه کمتر از نرخ بهره اسمی است؛ به‌طور مثال، بازدهی اوراق خزانه ده ساله در تاریخ ۲۰۱۴/۰۵/۳۱، معادل ۲/۴۹ درصد بود؛ در حالی که نرخ واقعی ساله آن ۰/۲۴ درصد بود. این به معنای آن است که بازار انتظار دارد تورم در طول ده سال ۲/۲۶ درصد باشد.

\*. انتظارات تورمی عبارت است از: پیش‌بینی، انتظار و توقع عموم مردم از روند کنونی یا آینده تورم. این پیش‌بینی‌ها و انتظارات ممکن است واقع‌بینانه و درست باشد یا نباشد؛ اما اثر خود را بر سیاست‌های دولت‌ها به‌وسیله واکنش مردم و فعالان اقتصادی خواهد گذاشت.

ویژگی تعدیل تورم روی پرداخت کوپن اوراق مصون از تورم با مفهوم تعدیل تورم در ارزش اسمی اوراق ارتباط نزدیکی دارد. نرخ کوپن در زمان انتشار به طور ثابت مشخص می شود؛ از این رو، در پرداخت کوپن شش ماهه، نرخ کوپن اعلامی اوراق در ارزش اسمی تعدیل شده براساس تورم ضرب می شود. اگر تورم مثبت باشد و ارزش اسمی اوراق افزایش یابد، پرداخت کوپن نیز افزایش می یابد (Rodriguez & Kung, 2014, pp.1-2).

### تعدیل تورم در اوراق مصون از تورم

مثال زیر نشان می دهد ویژگی تعدیل تورم اوراق در یک دوره تورمی چگونه است:

الف) ارزش اسمی اوراق مصون از تورم منتشره: ۱۰۰۰ دلار؛

ب) نرخ کوپن: ۳/۵ درصد؛

ج) نرخ تورم سالانه: ۲/۲ درصد.

افزایش ارزش اسمی: در طول سال، ارزش اسمی اوراق مصون از تورم از ۱۰۲۲ دلار افزایش می یابد ( $1000 \times 1.022$  دلار).

افزایش پرداخت کوپن: پرداخت کوپن سرمایه گذار از ۳۵ دلار سالیانه (۳/۵ درصد  $\times$  ۱۰۰۰ دلار) به ۳۵/۷۷ دلار سالیانه (۳/۵ درصد  $\times$  ۱۰۲۲ دلار) افزایش می یابد (Hendricks, 2014, p.2).

جدول ۱: اوراق مصون از تورم با ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار و نرخ کوپن ۳/۵ درصد

سال	اصل اوراق در ابتدا	نرخ تورم	تعدیل اصل	اصل اوراق در پایان	نرخ کوپن	پرداخت کوپن
۱	۱۰۰۰ دلار	۲/۲٪	۲۲ دلار	۱۰۲۲ دلار	۳/۵٪	۳۵/۷۷ دلار
۲	۱۰۲۲ دلار	۰٪	۰ دلار	۱۰۲۲ دلار	۳/۵٪	۳۵/۷۷ دلار
۳	۱۰۲۲ دلار	۰/۴٪-	۰/۹- دلار	۱۰۲۲ دلار	۳/۵٪	۳۵/۶۳ دلار

منبع: Morningstar Direct, Bloomberg, Nuveen Asset Management. داده ها

مربوط به اوراق مصون از تورم در بازه ۱۹۹۷/۰۳/۰۱ تا ۲۰۱۳/۱۲/۳۱ است.

## مزیت‌های اوراق مصون از تورم

### ریسک اعتباری پایین

یکی از مزیت‌های اصلی اوراق مصون از تورم این است که به طور معمول به وسیله وزارت‌خانه‌ها و پشتوانه دولت‌ها منتشر می‌شوند. این به معنای آن است که ریسک اعتباری این اوراق پایین می‌باشد.

### نوسان‌های پایین بازدهی

در میان انواع دارایی‌هایی که به طور معمول برای پوشش تورم استفاده می‌شوند، اوراق مصون از تورم کمترین نوسان را دارند. همان‌گونه که در جدول یک نشان داده شده است، به لحاظ تاریخی، انحراف معیار بازدهی این اوراق در مقایسه با اوراق مالکانه، کالاها یا مستغلات پایین‌تر است (Rodriguez & Kung, 2014, pp.1-2).

جدول ۲: مقایسه انحراف معیار بازدهی اوراق مصون از تورم با دیگر انواع دارایی‌های مالی

نوع دارایی	بازدهی سالانه	انحراف معیار	نسبت شارپ
اوراق مصون از تورم	٪۶/۳۶	٪۶/۲۰	٪۰/۶۵
اوراق قرضه معتبر امریکا	٪۵/۲۱	٪۳/۵۵	٪۰/۸۲
اوراق قرضه دولت‌های خارجی	٪۴/۷۷	٪۷/۰۳	٪۰/۳۵
اوراق قرضه با بازدهی بالا امریکا	٪۷/۵۰	٪۹/۸۴	٪۰/۵۲
سهام شرکت‌های امریکایی	٪۴/۴۲	٪۱۵/۵۱	٪۰/۱۴
سهام شرکت‌های خارجی	٪۵/۰۱	٪۱۷/۶۵	٪۰/۱۵
مستغلات	٪۱۰/۷۱	٪۲۲/۲۸	٪۰/۳۷
کالا	٪۵/۸۱	٪۲۳/۵۱	٪۰/۱۶

منبع: همان.

### تنوع‌بخشی

اوراق مصون از تورم نوعی دارایی متمایز است؛ بنابراین با دیگر انواع معمول سرمایه‌گذاری متفاوت می‌باشد. جدول دو نشان می‌دهد که اوراق مصون از تورم همبستگی

کمی با سرمایه‌گذاری‌های با درآمد ثابت معمول و مالکانه دارد. این امر باعث می‌شود که اوراق مصون از تورم یک متنوع‌کننده پرتفوی با ارزش باشد.

## چالش‌های سرمایه‌گذاری در اوراق مصون از تورم

اگر سرمایه‌گذاری بخواهد اوراق مصون از تورم را به پرتفوی خود اضافه کند، با چندین چالش معمول روبه‌رو خواهد شد که باید آنها را پیوسته بررسی و مدنظر قرار دهد.

### درآمد غیرنقدی مالیات‌کاه

پیچیدگی اوراق مصون از تورم انفرادی آن است که سرمایه‌گذار باید هر سال بر مبنای تعدیل تورم روی مبلغ اسمی اوراق، مالیات بپردازد؛ حتی اگر وی این مبلغ تعدیل تورم را تا سررسید اوراق قرضه دریافت نکند. این پدیده به درآمد غیرنقدی مالیات‌کاه (Phantom Income) معروف است. سرمایه‌گذاران صندوق سرمایه‌گذاری مشترک از این مسئله دوری می‌کنند؛ زیرا صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق مصون از تورم تمام تعدیل‌های تورم را به‌علت انباشته‌شدن آن توزیع می‌کند. از آنجایی که این تعدیل‌ها انباشته‌شده هستند، درآمد غیرنقدی مالیات‌کاه را به جریان‌های نقدی قابل تشخیص تبدیل می‌کنند. اگرچه توزیع‌های صندوق، مالیات بر درآمد دارد؛ اما این درآمد درحقیقت مشمول مالیات در همان سال مالیاتی است که این درآمد دریافت می‌شود.

### تأخیر زمانی تعدیل تورم

ویژگی تعدیل تورم اوراق مصون از تورم می‌تواند برای سرمایه‌گذاران گیج‌کننده باشد؛ زیرا یک تأخیر زمانی میان اعلام تورم و اثر آن روی قیمت اوراق مصون از تورم وجود دارد. تعدیل تورم بر اساس تغییرها در شاخص قیمت مصرف‌کننده شهری است. به لحاظ فنی، تعدیل تورم در این اوراق بر اساس نسبت شاخص برای هر یک از اوراق قرضه انفرادی است که نسبت شاخص بر مبنای صد منتشر شده است. ارزش شاخص خاص مربوط به هر یک از اوراق مصون از تورم انفرادی به شاخص قیمت مصرف‌کننده شهری مرجع آن اوراق معروف است؛ از این‌رو، یک تأخیر زمانی سه‌ماهه میان زمانی که ارزش شاخص



قیمت مصرف‌کننده شهری منتشر می‌شود و زمانی که آن بر ارزش شاخص قیمت مصرف‌کننده شهری مرجع برای تعدیل تورم اوراق اثر می‌گذارد، وجود دارد (همان).

### درآمد ناسازگار

بسیاری از سرمایه‌گذاران، اوراق قرضه را برای درآمد کنونی می‌خرند؛ از این‌رو، درآمد کنونی اوراق مصون از تورم یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق مصون از تورم می‌تواند بسیار ناسازگار باشد. به‌علت آنکه کوپن اوراق بر اساس تغییرهای تورم پرداخت می‌شود، آن می‌تواند به سرعت بالا یا پایین رود (همان، ص ۳).

### عوامل عملکردی اوراق مصون از تورم

بازدهی اوراق مصون از تورم متأثر از دو عامل است: الف) تغییرها در نرخ بهره واقعی؛ ب) تغییرها در تورم. دانستن اثر متقابل این دو عامل مهم است؛ زیرا کمک می‌کند که این اوراق در محیطی که نرخ بهره رو به افزایش است، چگونه عمل می‌کند.

### اثر متقابل نرخ بهره و تورم

قیمت اوراق مصون از تورم متأثر از تغییرهای نرخ بهره است. افزایش نرخ بهره به کاهش قیمت اوراق مصون از تورم می‌انجامد. در عین حال دو تفاوت مهم میان اوراق مصون از تورم و اوراق قرضه با درآمد ثابت وجود دارد. نخست، قیمت اوراق مصون از تورم مبتنی بر تغییرهای نرخ بهره واقعی است نه نرخ بهره اسمی. نرخ بهره واقعی، انتظار تورمی را شامل نمی‌شود؛ بنابراین در طول زمان نسبت به نرخ بهره اسمی نوسان کمتری دارد؛ در نتیجه گفته می‌شود که در طول زمان نرخ بهره واقعی اغلب همگام با نرخ بهره اسمی حرکت می‌کند. دوم، سررسید اوراق مصون از تورم به‌طور معمول طولانی‌تر از دارایی‌های با درآمد ثابت معمول مشمول مالیات است.

همچنین تورم بر روی عملکرد اوراق مصون از تورم اثر دارد. تورم مثبت اثر خوب و تورم منفی اثر بد دارد؛ از این‌رو، خریداران این اوراق در بازار ثانوی باید بدانند که انتظار تورمی کنونی بازار در قیمت اوراق لحاظ می‌شود. در صورتی که تورم از پیش‌بینی بازار بیشتر باشد، مزیت شمرده می‌شود. این مسئله، پاسخ اوراق مصون از تورم را نسبت به تورم

پیچیده می‌کند. افزون‌بر این، اگر فشار تورمی نرخ‌ها را به طرف بالا ببرد، تصویر این مسئله پیچیده‌تر می‌شود. نمودار شماره دو اثر متقابل این دو عامل را نشان می‌دهد. بهترین حالت برای اوراق مصون از تورم کاهش نرخ بهره واقعی و افزایش تورم غیرمنتظره است. بدترین حالت نیز عکس مورد پیش یعنی افزایش نرخ بهره واقعی و کاهش تورم است.

نمودار ۲: عوامل مؤثر بر بازدهی اوراق مصون از تورم

		نرخ بهره واقعی	
		کاهش	افزایش
تورم غیرمنتظره	بالا	بهترین	نامعلوم
	پائین	نامعلوم	بدترین

با توجه به نمودار، نتیجه دو حالت نامعلوم است و به اثر نسبی هر یک از عامل‌ها روی قیمت اوراق بستگی دارد. اگر اثر منفی نرخ افزایشی به‌طور کامل اثر مثبت تورم غیرمنتظره را خنثا نکند، ممکن است تشدید تورم همراه با افزایش نرخ بهره، آرمانی نباشد. جدول سه چگونگی اثر متقابل این دو عامل را روی قیمت اوراق مصون از تورم نشان می‌دهد؛ به‌طور مثال، کمترین افزایش نرخ بهره حتی به میزان ۱۰۰ bp می‌تواند به‌سرعت اثر سه درصدی افزایش تورم را خنثا و به بازده منفی ۳- درصد بینجامد.

جدول ۳: اثر تغییرهای در بازده واقعی روی بازده اوراق مصون از تورم ده ساله

تغییر در						
تورم سالانه	-۱٪	۰٪	۱٪	۲٪	۳٪	بازده واقعی سالانه
						-۱۰۰bps
-۵۰bps	۵/۱٪	۶/۲٪	۷/۳٪	۸/۳٪	۹/۴٪	
۰bps	۱٪	۲٪	۳٪	۴٪	۵٪	
۵۰bps	-۳٪	-۲٪	-۱٪	-۰/۱٪	۰/۹٪	
۱۰۰bps	-۶/۸٪	-۵/۸٪	-۴/۹٪	-۴٪	-۳٪	

افق زمانی جدول برای تغییرهای یک‌ساله، با کوپن ۲ درصد و ارزش اسمی صد است.

## اندازه‌گیری انتظارات تورمی

یکی از بزرگترین مزیت‌های بازار اوراق مصون از تورم آن است که سنجش انتظارات تورمی سرمایه‌گذار را قابل مشاهده و قابل پیش‌بینی می‌کند. تفاوت میان بازدهی اوراق مصون از تورم و اوراق خرابه‌داری با سررسید تطبیقی به نرخ نقطه سر به سر تورم\* معروف است. این نرخ نشان‌دهنده انتظار بازار از نرخ تورم برای آن دوره زمانی است.

به‌لحاظ نظری اگر سرمایه‌گذار باور داشته باشد که تورم بیشتر از نرخ نقطه سر به سر کنونی خواهد شد، وی باید اوراق مصون از تورم بخرد؛ زیرا اوراق زیر قیمت واقعی خود است. در حالت عکس یعنی اگر انتظار نرخ تورم کمتر از نرخ نقطه سر به سر باشد، وی باید اوراق را بفروشد. نمودار چهار نشان می‌دهد که به‌لحاظ تاریخی، نرخ نقطه سر به سر تورم برای اوراق مصون از تورم ده ساله به‌طور میانگین ۲/۲۱ درصد است. این نرخ نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران انتظار دارند که تورم مثبت باشد.

نمودار ۴: نرخ نقطه سر به سر تورم برای اوراق مصون از تورم ده ساله



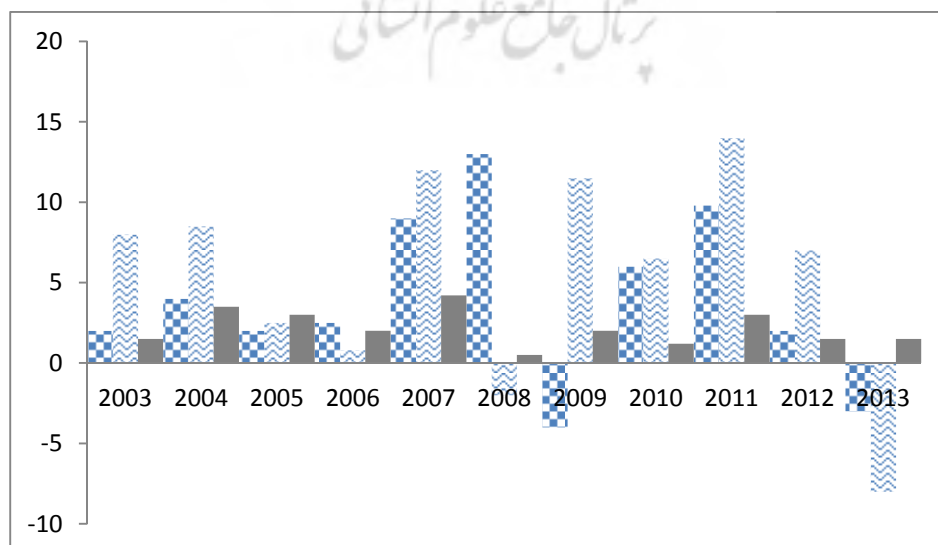
\*. اوراق خرابه‌داری با سررسید تطبیقی از نظر سررسیدی مشابه اوراق مصون از تورم است که با آن مقایسه می‌شود و مابه‌التفاوت سود این دو اوراق، نشان‌دهنده انتظار بازار از نرخ تورم برای آن دوره زمانی است؛ به‌طور مثال، اگر سررسید اوراق مصون از تورم ده سال باشد، نرخ بازدهی آن یا نرخ بازدهی یک اوراق خزانه ده ساله مقایسه و مابه‌التفاوت نشان‌دهنده انتظار بازار از نرخ تورم برای دوره زمانی ده ساله است.

## عامل‌های مؤثر بر عرضه و تقاضای اوراق مصون از تورم

یک تریلیون دلار، بازار اوراق مصون از تورم، بخشی از بازار اوراق قرضه (یازده تریلیون دلار) یا بازار اوراق قرضه معتبر امریکا (۳/۹ تریلیون دلار) است. به علت اندازه کوچک این بازار، عامل‌های مؤثر بر عرضه و تقاضا در این بازار می‌توانند اثر بزرگ‌تری روی قیمت این اوراق داشته باشند. برخی از عامل‌هایی که ممکن است روی تقاضای اوراق مصون از تورم اثرگذار باشند عبارت هستند از: انتظارات تورمی، تمایل به ریسک (ریسک‌پذیری)، سطوح بازدهی واقعی مطلق، میزان جریان‌های نقدی موجود در صندوق‌های سرمایه‌گذار در این اوراق، عرضه این اوراق، انتشار شاخص قیمت مصرف‌کننده قوی.

اثر عمده‌ای که عامل‌های فنی می‌توانند روی بازار این اوراق داشته باشند در بروز بحران اعتباری نمایان شد. این مسئله در نمودار پنج نشان داده شده است. در سال ۲۰۰۸م و با وقوع بحران مالی در امریکا، سرمایه‌گذاران برای حفظ سرمایه خود به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دارای رتبه اعتباری با کیفیت بالا مانند اوراق خزانه با کوپن ثابت روی آوردند و از سرمایه‌گذاری در اوراق مصون از تورم کاسته شد. اگرچه این اوراق به لحاظ فنی از سوی خزانه‌داری منتشر می‌شد؛ اما رفتار آن شبیه دارایی ریسکی است. به همین علت است که سرمایه‌گذار از بازار اوراق مصون از تورم که بازدهی آن متفاوت از اوراق خزانه معمول است، دوری می‌گزیند. در سال ۲۰۰۹م، روند برعکس شد و اوراق مصون از تورم عملکرد بسیار بهتری نسبت به اوراق خزانه معمول داشت.

نمودار ۵: مقایسه بازدهی اوراق مصون از تورم و اوراق خزانه معمول



## امکان سنجی فقهی و حقوقی انتشار اوراق اجاره مصون از تورم

یکی از رایج‌ترین اوراق بهادار اسلامی، اوراق بهادار اجاره است که برای هدف‌های متنوع منتشر می‌شود و توانسته جایگاه مهمی در میان سرمایه‌گذاران و ناشران مسلمان پیدا کند. پرسش اصلی مقاله این است که آیا می‌توان اوراق اجاره را با نرخ اجاره‌بهای شناور و مصون از تورم منتشر کرد؟ برای این منظور با اشاره به تعریف این اوراق نگاهی به دشواری‌ها و موانع فقهی و حقوقی این مسئله خواهیم داشت.

اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن مالک بخشی از دارایی است که بر اساس قرارداد اجاره به بانی واگذار می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۳۶۵). اوراق اجاره با نرخ اجاره‌بهای شناور (مصون از تورم)، اوراق اجاره‌ای است که نرخ اجاره‌بهای پرداختی آن طی دوره بر اساس شاخصی مانند تورم تعدیل می‌شود (مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۳). تمام ارکانی که در اوراق اجاره با اجاره‌بهای ثابت وجود دارد در این مدل نیز حضور دارند.

در عقد اجاره، شرط است که عوضین قرارداد معلوم و مشخص باشند؛ بنابراین در اوراق اجاره نیز که بر مبنای عقد اجاره صورت می‌گیرد، چنین شرطی معتبر است. این مسئله صحت اوراق اجاره با نرخ شناور را از نظر شرعی دچار چالش می‌کند. به بیان دیگر مجهول و شناور بودن نرخ اجاره‌بها در این اوراق، سبب‌های غرری بودن این قرارداد را فراهم می‌آورد. برای این منظور باید رابطه این اوراق با قاعده نفی غرر بررسی شود.

### بررسی قاعده ممنوعیت غرر در اوراق اجاره مصون از تورم

اکثر فقیهان، مجهول بودن ثمن را سبب بطلان عقد اعلام کرده‌اند و حتی تعیین ثمن به وسیله یکی از طرفین قرارداد یا شخص ثالث را نپذیرفته‌اند. شهید ثانی رحمته‌الله در این باره باور دارد که اگر قراردادی منعقد شود و تعیین ثمن در آینده به عهده طرفین قرارداد یا شخص ثالث باشد، چنین قراردادی به علت غرری بودن باطل است (شهیدثانی، ۱۴۱۰ق، ج ۳، ص ۲۶۴).

فقیهان امامیه با استناد به این‌که معامله‌ها با ثمن مجهول و نامعین، غرری هستند، حکم به بطلان این‌گونه معامله‌ها داده‌اند و قانون مدنی ایران نیز با توجه به پیشینه فقهی، لزوم معلوم

و معین بودن مورد معامله از جمله ثمن را شرط اساسی صحت قراردادها ذکر کرده است؛ اما اگر احراز شود که مجهول و نامعین بودن ثمن در حین تشکیل قرارداد باعث غرر نمی‌شود، علتی بر بطلان چنین معامله‌هایی وجود نخواهد داشت.

از آنجایی که حقیقت شرعی درباره غرر اثبات نشده است، غرر، اصطلاحی شرعی نیست بلکه مفهوم عرفی داشته (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۳۲۰) و اگر ثابت شود که مفهوم غرر در عرف تغییر یافته است، به دنبال آن، حکم نیز تغییر خواهد یافت؛ زیرا شبهه حکمیه در این باره وجود ندارد و آنچه محل تردید است، تعیین مصداق غرر یا همان شبهه موضوعیه است؛ پس اگر در نوع خاصی از معامله‌ها، ثمن در حین انعقاد عقد معین نشده باشد، باید به این پرسش پاسخ داده شود که چنین معامله‌ای از مصداق‌های غرر است یا خیر؟ و در صورت منفی بودن پاسخ، می‌توان از این حیث حکم به صحت آن داد.

معنای عرفی هر لفظی از مراجعه به اهل لغت که کاربردهای عرفی واژه‌ها را جمع‌آوری می‌کنند، شناخته می‌شود. در کتاب‌های لغت، برای واژه غرر معنای گوناگونی ذکر شده است. زبیدی که از پیشینیان اهل لغت است، ابتدا غرر را به معنای خطر گرفته و می‌گوید: «تغیر آن است که انسان بدون شناخت کافی، خویشتن را در معرض هلاکت قرار دهد؛» سپس از دیگران نقل کرده که گفته‌اند: «غرر چیزی است که ظاهری فریبنده دارد؛ اما باطن آن مجهول است» یا گفته‌اند: «غرر عبارت از معامله‌ای است که معهود نبوده و در انعقاد آن، شخص اطمینان خاطر ندارد» (زبیدی، ۱۳۰۶ق، ج ۳، ص ۴۳۳). جوهری، اندیشه‌ور برجسته لغت‌شناس نیز غرر را به معنای خطر دانسته و نیز اعتراف دارد که غرر در معنای غفلت و نیرنگ نیز به کار می‌رود (جوهری، ۱۴۰۷هـ، ج ۲، ص ۷۳۸). ابن‌منظور نیز ابتدا معنای فریب و نیرنگ را برای واژه غرر ذکر کرده است؛ اما بیع غرری را به معنای بیع مشتمل بر مخاطره تفسیر می‌کند. (ابن‌منظور، ۱۴۰۵ق، ج ۵، ص ۱۳) همچنین غرر به معنای در معرض هلاکت و تباهی قراردادن چیزی نیز آمده است (طریحی، ۱۴۱۶ق، ج ۳، ص ۴۲۳). راغب اصفهانی نیز غرر را به معنای خطر دانسته است (راغب اصفهانی، ۱۴۱۲ق، ص ۶۰۴).

ملا/ احمد نراقی رحمته‌الله پس از بحث فراوانی که درباره غرر از دید لغت‌شناسان آورده است، سرانجام نظر آنان را این چنین جمع‌بندی می‌کند:

سخن ایشان در معنای غرر، در یک معنا تطابق دارد و آن این است که غرر اسم مصدر از

تغییر است و تغیر به معنای در معرض هلاکت قرار گرفتن، و غرر به معنای خطر است و خطر به معنای مصدری آن، در شرف هلاکت واقع شدن معنا می‌دهد؛ یعنی احتمال راجح یا مساوی در وقوع تلف و تباه شدن امری است (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۸۹).

فقیهان امامیه درباره واژه غرر در روایت نبوی «نهی النبی عن بیع الغرر» (حرر عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۷، ص ۴۴۸) اختلاف نظر دارند. شیخ انصاری<sup>ره</sup> از گفتار اهل لغت چنین نتیجه گرفته که در معنای غرر، مجهول بودن گرفته شده است (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۴، ص ۱۷۸)؛ اما برخی فقیهان به این نتیجه‌گیری ایراد گرفته و گفته‌اند که در هیچ یک از کتاب‌های لغت، غرر به جهالت تفسیر نشده است (موسوی خمینی، [بی تا]، ج ۳، ص ۲۹۶).

شهید اول<sup>ره</sup> با عنایت به اینکه غرر غیر از جهل است، رابطه آنها را عموم و خصوص من وجه می‌داند. به این صورت که در برخی موارد، غرر وجود دارد؛ اما مورد معامله مجهول نیست. در برخی از موارد هم مورد معامله مجهول است؛ اما غرر و خطری در قرارداد به نظر نمی‌رسد (شهید اول، [بی تا]، ص ۱۳۷). میرزای قمی<sup>ره</sup> نیز همین نظر را درباره غرر و جهل دارد (میرزای قمی، ۱۴۱۳ق، ج ۲، ص ۱۶) صاحب جوهر<sup>ره</sup> غرر را به معنای خطر گرفته است؛ البته نه مطلق خطر، بلکه خطری که از جهل به اوصاف و مقدار مورد معامله ناشی باشد (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۲، ص ۳۸۸).

بنابراین برای کلمه غرر، در کتاب‌های لغت و کلام فقیهان، معناهای گوناگونی آمده است؛ اما آنچه بیشتر با روایت «نهی النبی عن بیع الغرر» تناسب دارد، دو معنای خدعه و خطر است. هر چند در کتاب‌های لغت غرر به معنای جهل نیامده اما به هریک از این دو معنای پیش‌گفته که باشد، می‌تواند مجهول بودن مورد معامله را نیز در برگیرد؛ زیرا شخصی که شناخت کافی از موضوع قرارداد ندارد، این معامله برای وی خطری است؛ چون ممکن است فریب خورده و تصوره‌های وی از مورد معامله بر خلاف واقع در آید و به این ترتیب، مال خود را بیهوده از دست بدهد. به عبارت دیگر، آنچه در روایت غرر، مورد نهی پیامبر اکرم<sup>ص</sup> قرار گرفته، بیع یا هرگونه قراردادی می‌باشد که بر نوعی فریب یا مخاطره مشتمل است، خواه این فریب یا خطر به علت مجهول بودن مورد معامله یا چیز دیگری مانند تردید در قدرت تسلیم باشد (وحدتی، ۱۳۷۹، ص ۵۹)؛ بنابراین ممکن است در قراردادی جهلی هم وجود داشته باشد اما غرری تحقق نیابد.

برخی از فقیهان کوشیدند مشکل قیمت شناور در قالب‌های قدیمی را حل کنند. فقیه معاصر آیت‌الله حکیم پس از بیان اینکه عوضین بیع به‌طور حتم باید معین باشند، عنوان می‌کند که گاهی طرفین، عقدی را بدون ثمن معین، منعقد می‌کنند و منتظر وصول لیست قیمت از کارخانه یا واردکننده باقی می‌مانند، چنین معامله مشکل خواهد بود. وی برای رهایی از این مشکل، دو راه حل ارائه می‌کند:

۱. انعقاد قرارداد به ثمن معلوم با اشتراط حق فسخ، برای یکی از طرفین قرارداد یا هر دوی آنان در صورتی که معلوم شود ثمن متناسب با لیست خرید نبوده است.
۲. انجام معامله ثمن معلوم، مشروط بر اینکه اگر آشکار شود، ثمن متناسب با لیست خرید نیست فروشنده یا خریدار تفاوت قیمت را تأمین کند (حکیم، ۱۴۱۵ق، ج ۲، ص ۴۴۹).

همان‌طور که ملاحظه می‌شود راه حل دوم در حقیقت تأیید ثمن شناور می‌باشد که فقیه آگاه به مسائل جامعه، برای پاسخ‌گویی به نیازهای جامعه ارائه داده است.

همچنین صاحب حدائق<sup>علیه السلام</sup>، در صورت مجهول بودن ثمن و عدم تعیین آن در حین انعقاد قرارداد، قیمت متداول در بازار را جانشین ثمن مجهول می‌داند. وی به استناد روایتی، در اساس جهل به ثمن را باعث بطلان بیع نمی‌داند. وی باور دارد که در صورت مجهول بودن ثمن، مبیع به طور عادلانه، تقویم می‌شود و ثمن پرداخت می‌شود. وی نظر مقدس اردبیلی<sup>علیه السلام</sup> را نیز آورده که بر اساس همین روایت، قیمت سوقیه (بهای روز) را جانشین ثمن مجهول می‌دانسته؛ اما برای پرهیز از مخالفت با اجماع، این حکم را به همان مورد خاص که در روایت آمده، منحصر دانسته است (بحرانی، ۱۴۰۵ق، ج ۱۸، ص ۶۶۰).

مفاد روایتی که صاحب حدائق<sup>علیه السلام</sup> به آن استناد می‌کند این است که فروشنده و خریدار توافق انجام بیع می‌کنند؛ اما قیمت مبیع را مشتری، بعداً تعیین کند. به عبارت دیگر، پیش از تشکیل قرارداد بیع یا هم‌زمان با آن، ثمن معین نیست و تعیین آن به آینده سپرده شده و انجام آن به مشتری واگذار شده است. بر اساس همین توافق، مشتری متاع (کالا) را تحویل می‌گیرد و در آن تصرف‌های مالکانه می‌کند؛ سپس مبلغی را به‌عنوان قیمت برای فروشنده ارسال می‌دارد؛ اما فروشنده از پذیرش آن خودداری می‌کند. امام<sup>علیه السلام</sup> چنین حکم می‌فرماید:

قیمت عادلانه (متعارف) متاع معلوم شود. اگر قیمت عادلانه از آنچه خریدار برای مشتری



فرستاده بیشتر است، بر خریدار لازم است مابه‌التفاوت را بپردازد و اگر قیمت عادلانه کمتر از قیمت ارسالی است، مابه‌التفاوت از آن فروشنده است و خریدار حق مطالبه آن را ندارد. هم‌چنین اگر بعد از تصرف در متاع، معیوب بودن آن معلوم شد، نمی‌تواند به استناد عیب، متاع را به فروشنده رد کند بلکه فقط راه وی، اخذ اُرش (مابه‌التفاوت) است. (حر عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۷، ۳۶۵).

ظاهر این روایت، آشکارا با مدعای مشهور ناسازگار است؛ زیرا مشهور فقیهان می‌گویند علم به مقدار، جنس و وصف ثمن، پیش از وقوع عقد بیع لازم است و بر این حکم اتفاق نظر وجود دارد (شهید ثانی، ۱۴۱۰ق، ج ۳، ص ۲۶۴). برخوردار فقیهان با این روایت گوناگون است. برخی گفته‌اند این روایت شاذ و نادر است و با این سخن، آن را کنار گذشته‌اند (همان) و شماری از آنان با تحلیل مفادش، بر غیر قابل پذیرش بودن آن تأکید کرده‌اند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۲، ص ۴۱۲) و گروهی که البته کمتر هستند، مفاد روایت را پذیرفته و حکم مشهور میان فقیهان را رد کرده‌اند (موسوی خوئی، [بی‌تا]، ج ۵، ص ۳۱۸-۳۱۹).

اگر به حکمت قاعده نفی غرر نیز نگاه شود چنانچه وضع قاعده نفی غرر و نهی از معامله‌های غرری را نه صرفاً برای رفع جهالت بلکه برای امتناع از وقوع ضرر و زیان و حدوث نزاع میان طرفین قرارداد بدانیم، به نظر می‌رسد در معامله‌های مدت‌دار مانند اوراق اجاره آنچه باعث ضرر و احتمال حدوث نزاع می‌شود، تعیین اجاره‌بهای ثابت در زمان انعقاد عقد است؛ نه تعیین قیمت شناور که سبب حفظ ارزش معاملاتی اجاره‌بها در طولانی مدت می‌شود؛ چرا که تعیین اجاره‌بهای ثابت در حین عقد، احتمال عدم تناسب ارزش اجاره‌بها و موضوع اجاره را در بلندمدت افزایش داده و خطر ضرر را بیشتر می‌کند؛ در نتیجه، احتمال وقوع نزاع و اختلاف نیز افزایش می‌یابد؛ درحالی‌که تعیین اجاره‌بهای شناور احتمال ضرر را کمتر می‌کند؛ در نتیجه احتمال وقوع اختلاف نیز کم می‌شود و اگر غرر به معنای جهل باشد، در اوراق اجاره مصون از تورم، اجاره‌بها به‌طور کلی مجهول نیست، بلکه طرفین به‌جای تعیین مبلغ اجاره‌بها هنگام انعقاد عقد، معیاری را برای تعیین اجاره‌بها در آینده ارائه می‌دهند. به عبارت دیگر می‌توان مشخص کردن فرمول و سازوکار تعیین اجاره‌بها را نیز از مصداق‌های تعیین اجاره‌بها دانست. این معامله با قراردادی که اجاره‌بهای آن به‌طور کامل مجهول است تفاوت دارد.

## روش‌های جایگزین برای تصحیح اوراق اجاره مصون از تورم

اگر مجموع مبانی و استدلال‌هایی که جهت تصحیح اصل شناوربودن اجاره‌بها در اوراق اجاره بیان شد، پذیرفته نشود باید به دنبال روش‌های جایگزین برای این مسئله بود. پرسشی که در اینجا مطرح می‌باشد این است که آیا راه‌حل شرعی برای تصحیح این نوع از اوراق اجاره وجود دارد یا خیر؟ با توجه به احکام و ویژگی‌های عقد اجاره و عموماً و اطلاعات عقدها، راه‌های زیر را برای تصحیح اوراق اجاره مصون از تورم بررسی و تحلیل فقهی و حقوقی می‌شود:

### تعدیل قرارداد

اصل حاکمیت اراده و ثبات قراردادها اقتضا می‌کند که توافق طرفین قرارداد، محترم و الزام‌آور باشد و تغییری در آن صورت نگیرد. ماده ده قانون مدنی ایران، اصل آزادی قراردادها و منحصر نبودن عقدها را تأکید و تأیید کرده است: «قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد کرده‌اند در صورتی که خلاف صریح قانون نباشد، نافذ است». مطابق همین اصل حاکمیت اراده و آزادی قراردادها، طرفین قرارداد می‌توانند شرطی در قرارداد خود پیش‌بینی کنند که به سبب آن تحت شرایط معینی، متن قرارداد و شرایط مندرج در آن مورد تعدیل واقع شود که این امر به تعدیل قراردادی مشهور است. تعدیل قرارداد به دو قسم توافقی و قانونی تقسیم می‌شود. در نوع توافقی، بر حسب توافق و مطابق قاعده، طرفین، قرارداد را مورد بازنگری قرار می‌دهند و عوضین را تعدیل می‌کنند. تعدیل قانونی عنوانی است برای اصلاح و تغییری که در قراردادها بدون استناد به توافق طرفین عقد، صورت می‌پذیرد؛ به‌طور مثال، قانون‌گذار درباره اجاره اماکن تجاری برای مستأجر حق تقدم در اجاره قائل است و اگر از مدت اجاره، سه سال بگذرد و مبلغ اجاره نسبت به پیش زیاد نشود دادگاه بر حسب درخواست مؤجر باید قرارداد را تعدیل کند. درباره مهریه چنانچه پول باشد، به نرخ روز حساب می‌شود. این موارد تعدیل‌هایی است که بدون توافق طرفین قرارداد بوده و از سوی قانون‌گذار صورت گرفته است.

حال باید این شرط تعدیل قرارداد را از دید فقهی بررسی کرده و انطباق آن را با کلیات ادله عقدها تحلیل کرد تا در صورت شرعی بودن، از آن به عنوان روشی برای شناوربودن اجاره‌بها در اوراق اجاره استفاده شود.

تعدیل توافقی قرارداد به دو صورت کلی قابل تصور است:

۱. تعدیلی که در متن عقد مورد توافق قرار گرفته و پیش‌بینی می‌شود.
۲. تعدیلی که در متن عقد پیش‌بینی نشده اما پس از عقد به استناد توافق طرفین انجام می‌پذیرد.

تعدیلی که در متن مورد توافق قرار می‌گیرد ممکن است دو حالت داشته باشد:

الف) تعدیلی که مبنای آن مشخص است مانند آنکه در عقد اجاره پیش‌بینی کنند که در صورت وقوع فلان پیشامد، بهای انجام کار اجیر از هزار تومان به پانصد تومان (کمتر از اجاره مقرر) یا دو هزار تومان (بیشتر از اجاره مقرر) تغییر یابد. اوراق اجاره مصون از تورم را نیز می‌توان از همین نوع قرار داد؛ زیرا همان‌طور که از نظر گذشت، در این اوراق نرخ اجاره‌بها به‌طور کل مجهول نیست؛ بلکه سازوکار و مبنای تعیین آن به‌طور کامل مشخص و معلوم است. بنابراین، همان سازوکار تعیین اجاره‌بها را می‌توان مبنای مشخص کردن تعدیل قرارداد در اوراق اجاره قرار داد.

تعدیل توافقی قرارداد، نوعی شرط ضمن عقد است که شرط یادشده حاوی نوعی تعلیق است؛ چرا که مفاد آن انجام تعدیل در صورت وقوع امر مورد نظر - به‌طور مثال بروز حادثه غیر مترقبه - می‌باشد؛ بنابراین باید روشن شود که شرط معلق چه حکمی دارد؟ یک دیدگاه می‌گوید چنین شرطی باطل است و دیدگاه دیگر به صحت چنین شرطی باور دارد.

نظر برگزیده درباره تعلیق عقدها و ایقاعات این است که جز اجماع، دلیلی برای بطلان تعلیق در دست نیست و چون اجماع در شمار ادله لَبّی قرار داشته و بسنده کردن بر قدر متیقّن در این نوع ادله ضرورت دارد، باید بر مورد متیقّن آن یعنی تعلیق اصل عقد بیع و نظایرش بسنده کرد و از توسعه حکم به شرط، خودداری کرد؛ بنابراین به هیچ عنوان دلیلی بر بطلان چنین شرط معلق و وجود نخواهد داشت. از طرفی هم عمومات ادله شروط و ادله‌ای که به‌طور خاص درباره شرط معلق آمده است، صحت شرط معلق را اثبات می‌کند؛

در نتیجه، تعدیل توافقی قرارداد در صورت نخست آن - بر مبنای معلوم - صحیح بوده و از نظر ادله شرعی اشکال ندارد.

ب) تعدیلی که مبنای آن مجهول است؛ مانند آنکه در مثال پیش گفته، فقط بازنگری در قیمت انجام کار و تعدیل آن متناسب با شرایط جدید در صورت وقوع پیشامد مورد نظر، پیش‌بینی شده بدون آنکه میزان تغییر معلوم شود. بازگشت این نوع از تعدیل قرارداد، به شرط مجهول است. عالمان امامیه در اصل بطلان شرط مجهول اتفاق نظر داشته و آن را پذیرفته‌اند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص ۱۹۹)؛ اگرچه در محدوده و تفسیر شرط مجهول با یکدیگر اختلاف دارند؛ برخی شرط مجهول را به‌طور مطلق و برخی نیز شرط مجهول را فقط تنها در صورتی که به پیدایش غرر انجامد، باطل می‌دانند.

همان‌طور که اشاره شد در شناوربودن اجاره‌بها در اوراق اجاره بر مبنای شرط تعدیل قرارداد، بر اساس مبنای مجهول نیست تا از قسم تعدیل قراردادی باشد بلکه این تعدیل، با ضابطه و مبنای به‌طور کامل مشخص و معلوم در ضمن عقد شرط خواهد شد؛ اما تعدیلی که در متن عقد پیش‌بینی نشده اما پس از عقد به استناد توافق طرفین انجام می‌پذیرد نیز بر اساس چگونگی توافق طرفین، حالت‌های گوناگونی دارد. با توجه به اینکه در اوراق اجاره، سازوکار و مبنای شناوربودن اجاره‌بها در متن عقد صورت می‌گیرد، بررسی این نوع از تعدیل قرارداد لازم نیست.

### اوراق اجاره متعدد با نرخ‌های متفاوت

اوراق با سررسید چند ساله را می‌توان منحل به چند قرارداد اجاره با نرخ‌های اجاره‌بهای متفاوت کرد. در این روش ضمن خرید اوراق اجاره با اجاره‌بهای مشخص، معامله چند اجاره دیگر با نرخ‌های متفاوت از نرخ اجاره اولی، بر اساس فرمول و ضابطه مشخصی شرط می‌شود؛ به‌طور مثال، اگر اوراق اجاره سررسید چهار ساله داشته باشد و پرداخت اجاره‌بها به‌صورت سه‌ماهه باشد؛ اولاً، قرارداد اجاره اول با نرخ اجاره‌بهای معین امروز و سررسید یک‌ساله منعقد می‌شود؛ ثانیاً، تعهد به انعقاد سه قرارداد اجاره با تعیین نرخ اجاره‌بها در ابتدای هر سال، ضمن قرارداد اول شرط می‌شود. نتیجه این روش این می‌شود

که این تفاوت قیمت اوراق اجاره، ریسک ناشی از تغییرهای نرخ تورم در جامعه را نسبت به بانی و سرمایه‌گذار پوشش می‌دهد.

کمیت تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار پس از بحث و بررسی درباره بحث‌های اقتصادی و فقهی، انتشار اوراق اجاره مصون از تورم به ترتیب ذیل را در قالب اوراق اجاره مجاز دانست.

**اوراق اجاره عملیاتی با نرخ شناور:** در این روش، اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند، تشکیل می‌شود، یعنی زمان انتشار اوراق، با انعقاد قرارداد اجاره دوره زمانی نخست؛ اولاً، نرخ اجاره بهای نخستین عقد اجاره که سررسید آن پایان یک دوره زمانی است، تعیین می‌شود؛ ثانیاً، ضمن این عقد اجاره، شرط می‌شود؛ طرفین قرارداد (مؤجر و مستأجر) متعهد هستند تا سررسید اوراق، ابتدای هر دوره زمانی عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره‌بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره پیش به علاوه مقدار مشخص خواهد بود؛ به‌طور مثال، شرکت واسط در نقش موجر، دارایی که با پول صاحبان اوراق خریده است را با نرخ اجاره‌بهای بیست درصد (بیست درصد ارزش دارایی) به مدت یک سال به بانی (مستأجر) اجاره می‌دهد و در ضمن آن، واسط و بانی متعهد می‌شوند قرارداد اجاره این دارایی را برای سه سال متوالی با نرخ اجاره‌بهای پایه به اضافه تورم دوره پیش به اضافه سه درصد، ابتدای هر سال مالی تجدید کنند.

**اوراق اجاره به شرط تملیک با نرخ شناور:** در اوراق اجاره به شرط تملیک با نرخ سود شناور افزون بر مواردی که در اوراق اجاره عملیاتی گذشت شرط ثالثی نیز گذاشته می‌شود که واسط (مؤجر) متعهد می‌شود در سررسید اوراق، عین مستأجره را در برابر مبلغی معین به تملیک مستأجر (بانی) در بیاورد.

پرسشی که در اینجا مطرح می‌شود این است که آیا چنین شرطی ضمن عقد، درست است یا خیر؟ آیا می‌توان اجاره‌های دیگر را در سررسیدهای بعدی، در ضمن قرارداد اجاره اول شرط کرد؟ در پاسخ به این پرسش باید گفت که ممکن است چنین شرطی به دو صورت شرط فعل یا شرط نتیجه در ضمن معامله اول اوراق، شرط شود.

شرط فعل، آن است که در ضمن عقد، انجام دادن یا ترک یک فعل مادی یا حقوقی بر یکی از طرفین قرارداد یا بر شخص خارجی شرط شود؛ مثل آن که در ضمن عقد شرط شود که مشتری آن را وقف کند یا برای درک ثمن، ضامن یا رهن بدهد. شرط نتیجه، اشتراط تحقق اثر یک عمل حقوقی در ضمن عقد است؛ اعم از آن که آن عمل عقد باشد یا ایقاع؛ مانند شرط خیار برای دو طرف یا یکی از آنان یا اجنبی در ضمن عقد بیع یا وکیل بودن بایع از طرف مشتری یا برعکس، در انجام دادن یک عمل. در اصطلاح فقیهان گاهی به این گونه شرط‌ها، شرط غایت گفته شده است (محقق داماد، ۱۴۰۶ق، ص ۴۱).

شایان ذکر است که اموری را می‌توان به صورت شرط نتیجه درآورد که صرف اراده طرفین برای تحقق آن کافی باشد و تحقق آن نیازمند سبب حقوقی خاص و عمل مادی خاصی نباشد؛ مانند انتقال مالکیت عین یا منفعت. بنابراین شرط پیش‌گفته را هم می‌توان به صورت شرط نتیجه درج کرد و هم به صورت شرط فعل. در شرط نتیجه، اگر انجام نتیجه متوقف بر سببی از اسباب خارجی غیر از شرط ضمن عقد نباشد، به محض وقوع عقد؛ آن نتیجه حاصل می‌شود.

بنابر شرط فعل، بر «مشروط علیه» واجب است که بر اساس آن شرط عمل کند و تخلف از انجام آن شرط معصیت است، اینکه سخن در ضمانت اجرایی این شرط است؛ به عبارت دیگر اگر «مشروط علیه» از انجام شرط سر باز زده و حاضر به انجام تعهدش نیست، در این صورت آیا «مشروط له» می‌تواند به دادگاه مراجعه کرده و از حاکم اجبار وی را بر انجام تعهدش بخواهد یا نه؟

مشهور فقیهان و حقوقین امامیه باور دارند که اجبار وی لازم است و تا زمانی که اجبار «مشروط علیه» بر انجام شرط امکان‌پذیر است نوبت به فسخ اصل معامله نمی‌رسد. قانون مدنی نیز در این مسئله مانند موارد دیگر از مشهور تبعیت کرده و اجبار «مشروط علیه» را لازم دانسته است؛ اما باید توجه داشت که این اجبار به سه صورت متصور است، بنابراین قانون مدنی در سه ماده آن را بیان کرده و در پایان نوبت به حق فسخ و اعمال خیار می‌رسد:

۱. اگر متعهد از انجام تعهدش سر باز زده و نمی‌خواهد به شرطش عمل کند و اوضاع هم طوری است که اجبار وی از طرف حاکم امکان‌پذیر است، در این صورت طبق ماده ۲۳۷ قانون مدنی، «مشروط له» به حاکم مراجعه کرده و تقاضای اجبار «مشروط علیه» را به وفای

به شرط می‌کند.

۲. مسئله همان صورت پیشین است با این فرق که اجبار «مشروط علیه» ممکن نیست مثل اینکه شخص متعهد از مملکت خارج شده و فعلاً تحت سلطه حکومت نیست تا بتواند وی را به انجام تعهدش مجبور کند؛ اما شرط پیش گفته از جمله اعمالی نیست که قائم به شخص «مشروط علیه» باشد، بلکه آن کار از دیگران هم ساخته است؛ در این صورت نیز حاکم آن فعل مشروط را با مخارج «مشروط له» انجام می‌دهد؛ یعنی کسی را تعیین می‌کند که آن تعهد را انجام دهد و هزینه آن را از مال «مشروط علیه» می‌پردازد. ماده ۲۳۸ ق. م ناظر به همین قسم است، چنانکه آمده است: «هرگاه فعلی در ضمن عقد شرط شود و اجبار ملتزم به انجام آن غیر مقدور، اما انجام آن به وسیله شخص دیگری مقدور باشد، حاکم می‌تواند به خرج ملتزم موجبات انجام آن فعل را فراهم کند».

۳. صورت سوم آن است که نه اجبار «مشروط علیه» ممکن باشد و نه آن فعل مشروط از کارهایی است که دیگران بتوانند آن را انجام دهند، در این صورت یگانه راه برای جبران خسارت «مشروط له» همان اعمال خیار و حق فسخ است که معامله اصلی را فسخ کند. ماده ۲۳۹ ق. م ناظر به این صورت می‌باشد، چنانکه آمده است: «هرگاه اجبار مشروط علیه برای انجام فعل مشروط ممکن نباشد و فعل مشروط هم از جمله اعمالی نباشد که دیگری بتواند از طرف وی واقع سازد، طرف مقابل حق فسخ معامله را خواهد داشت».

با توجه به ضمانت اجرایی که در این گونه شرطها در قانون مشخص شده می‌توان تحقق اجاره‌های بعدی را که در ضمن اوراق اجاره اول شرط شده است را تضمین کرد.

### جمع بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

اوراق با سود شناور و مصون از تورم می‌تواند به بهبود تنوع‌سازی بازار کمک کند و از آنجایی که این اوراق به‌علت نوسان کم، یکی از ابزارهای پوشش تورم است، می‌تواند برای سرمایه‌گذاران و ناشران محافظه‌کار جذاب باشد. در مقاله پیش رو نشان داده شد؛ اولاً، اجاره‌بها در اوراق اجاره مصون از تورم به‌طور کامل مجهول نیست که طرفین قرارداد دچار جهل به ثمن معامله شده و ادله بطلان ثمن مجهول شامل حال آنان شود بلکه فرمول و سازوکار تعیین آن به‌طور کامل مشخص است و این میزان علم به اجاره‌بها می‌تواند در معلوم‌بودن اجاره‌بها کفایت کند؛ بنابراین می‌توان از ابزار شرط ضمن عقد برای تعدیل نرخ اجاره‌بها بر اساس یک فرمول مشخص استفاده کرد همان‌طور که می‌تواند قانونی تصویب

کرد که اجاره‌بهای اوراق خاص مطابق نرخ تورم یا هر شاخص دیگری سالانه تعدیل خواهند شد؛ ثانیاً، بر فرض هم مطلق جهل به اجاره‌بها را مصداق غرر و باعث بطلان قرارداد اجاره بدانیم در اوراق اجاره با سود شناور و مصون از تورم می‌توان از روش شرط تعدیل قرارداد، و تغییر اجاره‌بها به میزان کاهش ارزش پول و انحلال اوراق اجاره با نرخ شناور به اجاره‌های متعدد با نرخ‌های متفاوت استفاده کرد.

### منابع و مأخذ

۱. ابن منظور، محمدبن مکرم؛ لسان العرب؛ قم: نشر أدب الحوزه، ۱۴۰۵ق.
۲. آخوند خراسانی، محمدکاظم؛ کفایة الأصول؛ چ ۶، قم: موسسه نشر اسلامی، ۱۴۳۰ق.
۳. انصاری، مرتضی؛ فرائد الاصول؛ چ ۱، قم: مؤسسه فرهنگی و اطلاع رسانی تبیان، ۱۳۸۷.
۴. ———؛ کتاب المکاسب، چ ۱، قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری، ۱۴۱۵ق.
۵. بحرانی، یوسف بن احمد بن ابراهیم؛ الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة؛ چ ۱، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۰۵ق.
۶. جوهری، اسماعیل بن حماد؛ صحاح: تاج اللغة و صحاح العربية؛ چ ۴، بیروت: دارالعلم للملایین، ۱۴۰۷ق.
۷. حائری طباطبائی، سیدعلی بن محمد؛ ریاض المسائل؛ چ ۱، قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام، ۱۴۱۸ق.
۸. حرّ عاملی، محمد بن حسن؛ وسائل الشیعة إلى تحصیل مسائل الشریعة؛ چ ۱۷، چ ۱، قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام، ۱۴۰۹ق.
۹. حکیم، سید محمد سعید طباطبائی؛ منهاج الصالحین؛ چ ۱، بیروت: دار الصفوة، ۱۴۱۵ق.
۱۰. حلّی، نجم‌الدین جعفر بن حسن؛ شرائع الإسلام فی مسائل الحلال و الحرام؛ چ ۲، قم: مؤسسه اسماعیلیان، ۱۴۰۸ق.



۱۱. راغب اصفهانی، حسین بن محمد؛ المفردات فی غریب القرآن؛ ج ۱، بیروت و سوریه: دار العلم، الدار الشامیه، ۱۴۱۲ق.
۱۲. زبیدی، محمد مرتضی؛ شرح تاج العروس من جواهر القاموس؛ ج ۱، مصر: دار احیاء التراث العربی، ۱۳۰۶ق.
۱۳. شهید اول، محمد بن مکی عاملی؛ القواعد و الفوائد؛ ج ۱، قم: کتاب فروشی مفید، [بی تا].
۱۴. شهید ثانی، زین الدین بن علی؛ الروضة البهیة فی شرح اللمعة الدمشقیة؛ ج ۱، قم: کتاب فروشی داوری، ۱۴۱۰ق.
۱۵. طاهری، حبیب الله؛ حقوق مدنی؛ ج ۲، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۱۸ق.
۱۶. طریحی، فخرالدین؛ مجمع البحرین؛ ج ۳، تهران: کتاب فروشی مرتضوی، ۱۴۱۶ق.
۱۷. طوسی، محمد بن حسن، قاعده لا ضرر ولا ضرار؛ قم: مؤسسه آل البيت علیهم السلام، [بی تا].
۱۸. محقق داماد، سید مصطفی؛ قواعد فقه، ج ۱۲، تهران: مرکز نشر علوم اسلامی، ۱۴۰۶ق.
۱۹. محقق کرکی، علی بن حسین؛ جامع المقاصد فی شرح القواعد، ج ۲، قم: مؤسسه آل البيت علیهم السلام، ۱۴۱۴ق.
۲۰. مراغی، سید میر عبدالفتاح بن علی حسینی؛ العناوین الفقهیة؛ ج ۱، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۱۷ق.
۲۱. مکارم شیرازی، ناصر؛ پاسخ به نامه شماره ۵/۵۶/۶۱۹/۵ د مورخ ۱۳۷۵/۷/۱۸ کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی.
۲۲. منتظری، حسین علی؛ پاسخ به نامه شماره ۵/۵۶/۶۱۹/۹ د، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی، مورخه ۱۳۷۵/۷/۱۸.
۲۳. موسوی بجنوردی، سید محمد بن حسن؛ قواعد فقهیة؛ ج ۳، تهران: مؤسسه عروج، ۱۴۰۱ق.
۲۴. موسوی خمینی، سید روح الله؛ تحریر الوسیلة؛ ج ۱، قم: مؤسسه مطبوعات دار العلم،

[بی تا].

۲۵. \_\_\_\_\_؛ **کتاب البیع**؛ تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی علیه السلام، [بی تا].
۲۶. موسوی خویی، سید ابوالقاسم؛ **المستند فی شرح العروة الوثقی**؛ [بی جا]، [بی نا]، [بی تا].
۲۷. \_\_\_\_\_؛ **مصباح الفقاهه**؛ ج ۵، [بی جا]، [بی نا]، [بی تا].
۲۸. موسویان، سیدعباس؛ **بازار سرمایه اسلامی (۱)**؛ ج ۱، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.
۲۹. \_\_\_\_\_؛ **ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)**؛ تهران پژوهشگاه فرهنگ اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۳۰. میرزای قمی، ابوالقاسم بن محمد حسن؛ **جامع الشتات فی أجوبة السؤالات**؛ ج ۱، تهران: مؤسسه کیهان، ۱۴۱۳ق.
۳۱. نجفی، محمد حسن؛ **جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام**؛ ج ۷، بیروت: دار إحياء التراث العربی، ۱۴۰۴ق.
۳۲. نراقی، مولا احمد؛ **عوائد الأيام فی بیان قواعد الأحكام و مهمات مسائل الحلال و الحرام**؛ تهران: مرکز نشر تابع مکتب الاعلام الاسلامی، ۱۴۱۷ق.
۳۳. نوری همدانی، حسین؛ پاسخ به نامه شماره ۵۶/۶۱۹/۸، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی.
۳۴. وحدتی شبیری، حسن؛ **مجهول بودن مورد معامله**؛ ج ۱، قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی، ۱۳۷۹.
۳۵. یزدی، سید محمد کاظم؛ **العروة الوثقی**؛ ج ۲، بیروت: مؤسسه الأعلمی للمطبوعات، ۱۴۰۹ق.

36. Hammond, P. Brett, "Understanding & Using Inflation Bonds"; **research dialogue**, no. 73 september 2002, IAA-CREF Institute.

37. Hendricks, John; **The Case for Treasury Inflation-Protected Securities**; Hartford Investment Management Company, 2014.

38. Huber, Samuel; **Inflation-Linked Bonds – Preserving Real Purchasing Power and Diversifying Risk**; Trends, Credit Suisse Asset Management, 2014.
39. Krämer, Werner, **An Introduction to Inflation-Linked Bonds**; Lazard Asset Management LLC, 2013.
40. Lindner, Peter & Arora, Amitabh; **Treasury Inflation- Protection Securities: Opportunities and Risks**, Lehman Brothers Inc, 1997.
41. Rinaldi, Ellen and etal; **Investing in Treasury Inflation Protected Securities**; The Vanguard Group, Inc, 2006.
42. Rodriguez, Tony & Kung Wan-Chong; **Fixed Income Perspective: Treasury Inflation Protected Securities**; Nuveen Asset Management, LLC, 2014.
43. Shen, Pu; “Features and Risks of Treasury Inflation Protection Securities”; **Economic Review**, First Quarter 1998, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1998.